

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 14320051300865

UDC _____

厦门大学

硕士学位论文

我国股权分置改革对公司价值的影响及
实证分析

The Effect of Non-Tradable Shares Reform on Corporate Value
and Demonstration Study

林惠华

指导教师姓名: 陈惠锋 副教授

专业名称: 资产评估

论文提交日期: 2008 年 4 月

论文答辩时间: 2008 年 6 月

学位授予日期:

答辩委员会主席: _____

评阅人: _____

2008 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。
本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。

2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名：

日期： 年 月 日

导师签名：

日期： 年 月 日

摘要

2005 年 4 月 29 日，股权分置改革正式启动，它是我国资本市场一项基本制度的改革，力图从根本上解决困扰中国股市的难题。股权分置改革实行两年多来，一方面使资本市场上发生了极大的变化，资本市场的三大功能逐渐恢复；另一方面也表明在公司价值管理上出现了新的问题，例如大多数上市公司仍存在的一股独大和内部人控制的问题。总所周知，在股权分置改革的过程中，暴露了很多的问题，而正是通过对这些问题的争论与解决，我国资本市场才开始走向规范化的发展，市场的风险也才逐渐得到释放，逐步为我国上市公司提供良好的经营环境。因此改革是艰难的，但也是深刻的。

股权分置改革进展迅速，在改革过程中涌现了不少有价值的理论，也有不少学者通过事件法研究改革的影响。本文在已有理论和前人研究成果的基础上，分析了股权分置改革对公司价值的影响并进行了实证检验。本文试图从金融市场的变化带来的公司治理的改善对企业价值的影响来分析股权分置改革的成效，并对股改后存在的问题提出相关的建议。第一章简要分析了此研究的选题背景及意义，也指出本文的研究框架和创新之处；第二章则概述了股权分置改革的产生和发展；第三章介绍了股权分置改革的现实效果，在给出判断改革成效的衡量标准后阐述了改革取得的成果及存在的问题；第四章的重点内容是论述股权分置改革对公司价值的影响，论述了股权分置改革后影响公司价值的几个重要因素的改善，并采用 EVA 价值评估法与面板数据计量分析方法，考察了第二批全面股改的 38 家上市公司两年来的综合表现，分析得出：在股改前期，由于投资者对上市公司股改信心不足，对未来市场预期非理性，从而导致了公司价值下降；随着时间的推移，股改成效逐渐显现，对公司价值产生正效应，但在之后的公司治理中还是存在着股改公司价值提升问题、一股独大问题、公司治理内部结构完善等问题，本文根据实证结果，提出建立高效的公司内部治理结构等相关建议。除此以外，由于我国资本市场还很不完善，因此要维持股改对公司价值产生的正效应还应加强各方面配套政策的制定。

关键词：股权分置改革；公司价值；经济附加值

Abstract

The non-tradable shares reform started formally on 29-Apr 2005. The government implements the reform in non-tradable shares reform, is our country capital market basic system reform, tries hard to solve the difficult problem fundamentally which puzzles the Chinese stock market.. Since the reform had been implemented for more than two years, in one hand the capital market had changed smartly especially the three main function of the market had exerted; in the other hand the still existed problem in the corporation value government, for example most company has the problem of “only one big share” and “Insider control”. As we known, in the proceed of non-tradable shares reform, it exposed all kinds of problems and mostly every step of the reform had induced many arguments and query form different fields. By discussed and settled those questions, the development of the capital market is more and more normative, in the other hand ,the risk of market had released, the capital market started to offer an better condition for the corporation government . So the reform is a rough process but also a profound experience.

The speed of this reform is rapid. In this process, It produced many valuable theories and many scholars studied the reform infection by using event research method. This paper based on the theories which formed in the past and results which came form others and analyzed the effect of this reform on the corporation's valuation, at last tested it by using positivism method. In this paper it tried to analyze the change of the finance market which cause the environment of the corporation government had improved hugely and in last improved the corporation value. The first part briefly introduces the background and purpose of this research in the article; it also points the frame of the research and innovation research. Part two describes the formation and development of the non-tradable shares reform. The third part described the market domino effect and put forward several standards. The fourthly part discuss the change of the government condition after this reform. At last, the article used the EVA verify theory and panel data analyze model, reviewed the second group companies which

contain 38 non-tradable companies. Through studied the exhibition of the last two years, it has some conclusion as follows: the reform has produced positive effect on the market; in the primary moment the investor didn't have enough belief and lead to the un-rational market anticipation. For a long time, the effect is more and more evident, but still not completely realized the aims. But it still had new questions effect the company value. At the same time, there are many hidden trouble in the capital market. For the sake of keeping the effect the government and the market main bodies should enhanced to make more corresponding policies.

Key Word: non-tradable shares reform; corporate value; economic value added

目 录

第一章 绪论	1
第一节 问题提出及研究意义	1
第二节 文献综述	2
第三节 本文的创新与不足	4
第二章 股权分置改革的产生和发展	5
第一节 股权分置改革的产生	5
第二节 股权分置改革的理论分析	6
第三节 股权分置改革的发展进程	8
第四节 股权分置改革中涉及的对价问题	11
第三章 股权分置改革的现实效果	14
第一节 股权分置改革成效的衡量标准	14
第二节 股权分置改革取得的成效	15
第三节 股权分置改革存在的问题	21
第四章 股权分置改革对公司价值的影响	24
第一节 股权分置改革对影响公司价值因素的影响	24
第二节 股权分置改革对公司价值影响的实证分析	30
结束语	45
参考文献	48
后 记	52

厦门大学博硕士论文摘要库

Contents

Chapter 1 Introduction.....	1
Section 1 Question and significance of this researching	1
Section 2 Literature review of reform effect and ownership structure	2
Section 3 The innovation and deficiency of this paper.....	4
Chapter 2 The formation and development of non-tradable share reform.....	5
Section 1 The formation of non-tradable share reform	5
Section 2 The theoretical basis of non-tradable share reform.....	6
Section 3 The development of non-tradable share reform	8
Section 4 The issue of consideration in non-tradable shares reform	11
Chapter 3 The factual effect of non-tradable shares reform	14
Section 1 Measure standard of the reform effect	14
Section 2 The main market effect of the reform	15
Section 3 The problem existed in the reform	21
Chapter 4 The effect of this reform on the valuation of company	24
Section 1 effect of the reform on the factors which decided corporate value ..	24
Section 2 Demonstration study of the effect on corporate value.....	30
Conclusion	45
Reference.....	48
Postscript	52

厦门大学博硕士论文摘要库

第一章 绪论

第一节 问题提出及研究意义

从 2005 年 4 月 29 日证监会颁布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》开始，到现在为止我国 98% 的上市公司完成了股权分置改革，迎来了全流通时代^①，我国股市经历了一次深刻的制度变革。回想在改革的刚刚开始的时候，整个社会舆论和市场反映都是负面的，股改工作面临很大的压力，也为各界的专家提出难题，诸如关于股权分置改革的模式，股改中流通股权的定价，股改承诺的法律性质，对股改的监管等问题。现在这些问题在实践的过程中逐步解决，我们已经可以说，股权分置改革是从中国经济体制改革以来，时间最短、进展得最顺利的重大制度变革。从上市公司现状来看，股改也初显成效，在作为股权分置改革重点对象的深圳地区，据统计深圳在完成市、区属上市公司的股改工作后，国有股权总市值与股改前相比增加了近两倍，同时这种国有资本的快速增值也使深圳方面进一步加大资本市场运作力度。股权分置改革作为我国资本市场制度性、基础性的建设，它的意义已经是远远超过了解决非流通股的流通性这个问题了，从现在的改革效果来看，它的确是建设发达、有效的资本市场的必经之路。

股权分置改革也是一项长期且疏忽不得的历史重任，关乎数万亿国有资产，关系到中国资本市场的财富再分配问题，关系到中国市场化改革的进程。这一历史性的变革走到了今天，同时又产生了不少的新问题，例如，流通股股东在股权分置改革中是否真正取得补偿，大小非的解禁将给带来如何的冲击等等，其中两个核心问题就是股权分置改革给我国资本市场和公司带来什么样的变革，其最终是否改善中国资本市场现状，改善股权结构等影响公司内部环境，为提升公司价值提供有利的环境。对于这个问题，本文先是理论分析股权分置改革对公司股权结构，激励机制等方面的影响，再用实证分析检验股权分置改革给公司价值影响。

^①我国资本市场按股权分置改革的时间先后顺序可分为股权分置时代、后股权分置时代、全流通时代。

我国的资本市场仍然处在发展的初级阶段，不可避免地存在许多自身的问题，16 年的短暂历史是无法与发达国家一、二百年相比的，盲目生搬硬套他国“经验”、“推倒重来”或“拖而不决”都不是最佳方式。经过两年多调整，股市从持续低迷中开始向好，但资本市场的各项功绩还是只能大打折扣，市场上充斥着非理性因素，投资者仍有怨声，从业管理者对市场环境也不尽满意，而且资本市场对内面临着 B 股的回归，股指期货的推出，全流通时代的到来；对外面临着与国际接轨和对外开放的压力。我国资本市场建设将面临越来越多的问题，在这个关键时刻，认真总结股权分置改革中成功和失败的经验对指导我国资本市场的进一步发展有着重要的意义。

第二节 文献综述

在关于如何评价股权分置改革成效的问题上，中国证监会规划委主任李青原（2005）发表了“不以股指涨跌来确认股权分置改革成功”的观点。刘纪鹏（2005）认为，上证综指低于 1000 点，股市就将失去融资功能，市场参与者亏损，外资不愿进入，股市就将失去生机，而股权分置改革的目的就是为消除市场隐患和风险，赢得投资者的信任。因此，成功的改革就是把个股价格拉上来，把大盘指数拉上来。易宪容（2005）指出，股权分置改革就是重新确立市场的基础性制度，要为国内证券市场的持续稳定发展创造条件，只有这样，才能恢复投资者的信心。建立起投资信心才是股权分置改革成功与否的标准。李兆熙（2005）指出，解决股权分置问题后，通过行业和资产的整合，完善公司治理结构，提升上市公司的投资价值，才是股权分置改革真正意义的成功。民间股评家张卫星（2005）认为，“不以股指涨跌来确认股权分置改革成功”的说法，违背了“实践是检验真理的唯一标准”，虽然并不苛求所有的股票在股权分置改革后都出现上涨，但起码应是大多数股票出现上涨，出现流通市值的整体性恢复，流通股股东从股权分置改革中获得应有的公平对待，获得已损失利益的补偿。奉立成，许伟河（2007）采用事件研究法证明在股权分置改革中，总体来说，股改公司 G 股股票存在着正的超常效益，中小板块的 10 家试点公司 G 股股票的平均超常收益率高于主板 35 家试点公司 G 股股票的平均超常收益率。以上各家主要从股市的角度提出验证股改成功与否的标准。

股改就是为了改变原有的上市公司股权结构，股权结构对公司治理的影响一直是财务界的研究重点，在过去的研究中，国外关于这方面的研究相当的成熟，产生了一些经典的理论，麦克康奈尔和色威斯（McConnell and Servaes, 1990）认为公司价值是公司股权结构的函数，且成倒 U 形。迈恩-海恩 乔（Myeong-Hyeon Cho, 1998）利用普通最小平方方法回归的方法，得出股权结构影响公司投资，首次提出了股权结构是一个内生变量。林斯（Lins, 2003）实证研究表明新兴市场随着大股东的控制权和现金流量的索取增加，公司价值呈上升趋势。Tian（2001）的研究表明，民营企业的业绩明显优于混合股份公司，并且国有股比例与公司价值之间的关系呈正“U”形。Denis 和 McConnell（2003）特别指出，在许多国家，政府是公司的一个大所有者。有意思的是，政府的所有权代表了分散所有权和集中所有权的综合。如果我们将政府视为单一实体，国有公司有集中的股权结构。然而，政府不同于私人大股东，政府的所有权资金属于整个国家而不是影响公司行为的政府个人。从这个意义上说，国有公司的最终所有权结构是很分散的。

关于股权分置下公司治理绩效方面的国内研究成果主要有：许小年和王燕（1998）发现上市公司的利润率与法人股的比例呈正相关关系，而与国有股和流通股的比例呈负相关或不相关的关系。周业安（1999）对股权结构与净资产收益率之间的关系进行了实证检验。实证表明，A 股、国有股、法人股的比例与净资产收益率之间有显著的正相关关系；非国有股对企业行为的正向激励明显优于国有股；而 B 股和 H 股比例与净资产收益率之间有负相关关系。郑德理和沈华珊（2002）的研究则表明，国有股、法人股和流通股比例与净资产收益率之间分别存在着微弱的负相关关系、正相关关系和没有明显的相关关系。奉立城和周吉人（2005）发现国有股控股不利于公司的治理，而第一大股东是法人股的企业总体盈利能力较强，流通股对企业绩效的影响则是不显著的。王为（2005）发现由于国有股的存在，中国股票市场的上市公司代理成本较高，现金分红率偏低。林乐芬（2005）以一年的数据为样本，对上市公司股权集中度与公司绩效进行了实证研究，结果表明股权相对集中于第一大股东、高度集中于前五大股东是中国上市公司股权结构最显著的特征，样本公司前五大股东持股比例之和与公司绩效成倒 U 型特征。

第三节 本文的创新与不足

本文的创新在于围绕我国上市公司股权分置改革发展展开研究，研究讨论的问题与公司价值密切相关。在内容上，本文总结了股权分置改革的成功和失败之处，提出几点衡量改革成效的重要标准，文章还较为系统的论述了股权分置改革对影响公司价值的内外经营环境的影响。最后根据研究结果和股权分置改革完成后可能出现的情况提出若干的建议，希望股改的正面效应能保持下去，使股改成为我国资本市场上一个重要的里程碑。

在研究方法上，以往的研究中大多数都是使用事件影响法来分析股权分置改革的成效，研究使用的数据是股票价格，但笔者认为衡量公司价值是否提升，关键是看公司的内在价值有无增长，公司的绩效是否转好，因此本文从公司企业价值出发，分析了股改对公司治理环境内外两个方面的影响，然后选用 EVA 为衡量企业价值指标，采用面板数据模型分析法对股改成效进行实证分析，检验股改是否是企业经济附加值增长的重要影响因素，以此来得出目前为止股权分置改革是成功与否的结论。

本文还存在以下不足：实证中所使用的数据资料时间跨度比较短，只能证明股权分置改革对公司价值的短期影响而不能体现长期效应；为了有一致的前提条件和样本数据研究方便本文仅选用第二批全面参加股改的 38 家公司，所选择样本容量相对不大，涉及的行业大多集中在制造业，实证结果有一定的局限性。另一方面，在解释变量和控制变量的选取上，虽然主要变量都考虑到了，但具有一定解释能力的控制变量，如行业类别、外部市场等因素没有纳入到分析框架中。众所周知，公司价值受宏观环境和微观环境两方面共同影响，本文实证部分仅研究股权分置改革对公司内部环境的影响而使公司价值提高，没有进一步实证分析股权分置改革对公司外部环境的影响带来的公司价值变动。

第二章 股权分置改革的产生和发展

第一节 股权分置改革的产生

所谓股权分置，是指由于早期的制度设计，只有占股票市场总量三分之一的社会公众股可以上市交易(流通股)，另外三分之二的国有股和法人股则暂不上市交易(非流通股)。股权分置的出现也是有其历史和政治的原因，在 20 世纪 80 年代末，由于意识形态的制约在股份制改造和试点的过程中，曾出现两种极端趋向：一是优先让城镇集体所有制企业试点改制，如上海的老八股^①和深圳的老五股^②就是这种类型，基本上是全流通的；二是在改制过程中尽可能保证公有股份占绝对控股的优势地位，且不允许在证券交易所进行流通转让，这部分上市公司从一开始就是“非完全上市公司”，上市公司的总股份被割裂为不上市股份与上市股份两部分。随后，20 世纪 90 年代初期，我国股市出现了人为设计的国有股，法人股和社会公众股。其中，国有股与法人股处在法律冻结的境地，它们不可以上市，不可以流通，只有比例极小的社会公众股被允许在证券交易所市场挂牌流通。此时从事上市公司股权交易的市场只有一个，即流通股交易的股票市场。一直到 1994 年 4 月，棱光实业的非流通股场外协议转让开辟了一个新的市场：非流通股协议转让市场，但这也使得由股权分置所导致的“市场分割”问题第一次凸现出来，并随着非流通股场外协议转让的蓬勃发展而不断强化。

股权分置作为历史遗留的一个制度性缺陷和我国资本市场上特有的股权结构问题，长期以来制约着我国资本市场的规范发展和国有资产管理体制的根本性变革，而且随着市场规模的不断扩大，这一问题对市场不利影响也越来越突出，严重影响到我国证券市场的资源优化配置效率和上市公司治理结构的建立。一方面股权分置损害了资本市场的三大基本功能，使其成为一个单纯炒作和投机的市场，并阻碍了有助于公司长期发展的科学考核标准和有效激励机制的形

^①上海证券市场成立于 1990 年 12 月，当时仅 8 只股票上市流通，分别为延中实业、真空电子、飞乐音响(600651)、爱使股份(600652)、中华实业、豫园商场、飞乐股份(600654)和浙江凤凰，俗称“老八股”。

^② 上世纪 80 年代末，在深圳几家分散经营的证券交易部挂牌买卖的 5 家实现了股份制改造的公司发行并上市的股票，分别为深发展、深万科、深金田、深安达、深原野。

成。另一方面股权分置导致我国上市公司股权结构不合理，国有股权过度集中，出现严重的所有者缺位问题，导致国有资产流失；且在股权分置下我国上市公司变成股东利益冲突体，而不是利益共同体，两大股东利益来源不一致，不能形成一致的公司治理目标，常常有控股股东侵占中小股东利益的行为发生。

为解决股权分置问题，国有资产管理部门进行了包括转配股、国有股配售、国有股回购、市价减持国有股等在内的各种尝试。在这些尝试中，只有国有股回购是比较成功的，但由于受资金、规模等因素的制约，回购操作的手法不能扩大化。而转配股则可能导致国有股控制权丧失，并产生不能上市流通的社会公众股，从而影响投资者的积极性，至于其他两种尝试，其失败的最根本原因在于国有股的定价过高。2005年4月29日，经国务院同意，中国证监会发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，由此拉开了股权分置改革的序幕。

第二节 股权分置改革的理论分析

2.1.1 股权分置改革的制度创新分析

制度经济学认为：在现行制度规则中，存在着基础性制度与一般性制度。基础性制度对市场发展、企业与个人行为激励能够起到至关重要的作用，如清楚的产权制度能够极大地鼓舞私人投资，推动金融市场的发展。而一般性制度规则只会影响到市场行为不同的合作与调解方式，比如，市场中个人总是能够找到改变他们合约的方法，避免遭受不公平合约安排所带来的损失，但人们很难在产权得不到保护时以这种方式减少财产被掠夺。基础性制度的缺失，导致了在股权分置的条件下，凡是自由进入市场者都会亏损，凡是通过审批的方式进入市场者都能够获利的局面。这就是进行股权分置改革、改变目前股市的最主要原因。

此次股权分置改革的基本出发点就是对股东利益进行再分配或调整，从制度上对流通股股东给予保护。此次改革也是要对中国股市的契约安排进行重塑，制定如何分享流通权溢价之利益的决策，让流通股和非流通股两类股东通过平等协商，划定彼此的利益边界。此次进行股权分置改革的目标明确，方向正确。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库